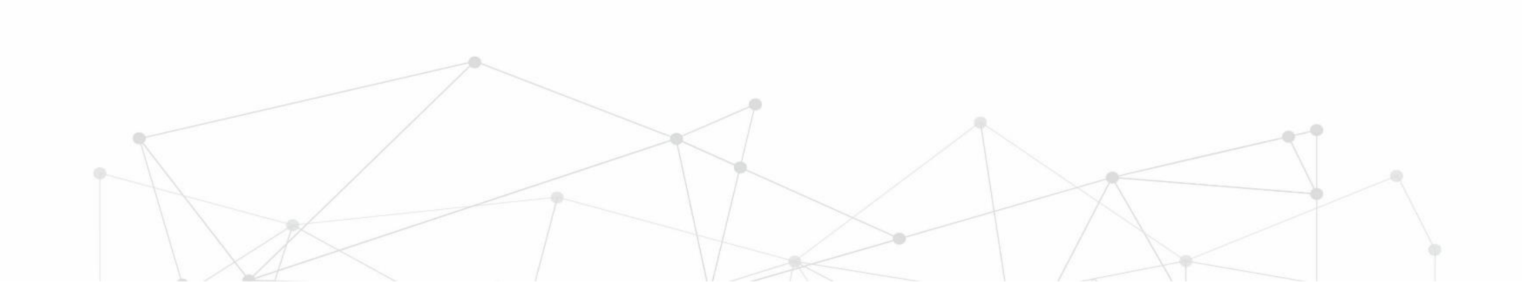
2019年山东宏河控股集团有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report





信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司



地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话: 0755-82872897

传真：0755-82872090　　邮编: 518040　　网址：www.cspengyuan.com

2019年山东宏河控股集团有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19宏河债/PR宏河债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：山东宏河控股集团有限公司（以下简称"公司"）多元化经营贸易、煤炭、石灰石开采、生物工程等多项产业，近年主业煤炭开采业务经营稳定，2023年公司在产煤矿及托管煤矿产量均同比增长，石灰石开采业务步入正轨，上述业务持续贡献收入及利润，邹城市城资控股集团有限公司（以下简称"邹城城资"）提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。同时中证鹏元也关注到，公司目前煤炭产量和可采储量相对较低，后备煤矿建设存在一定不确定性，煤炭开采业务面临一定安全生产及环保风险，公司总债务规模较大，偿债指标表现较弱，面临较大偿债压力，且对外担保使其面临一定或有负债风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	139.39	147.28	142.76	136.51
归母所有者权益	70.15	69.62	67.51	63.23
总债务	57.87	65.39	58.09	47.60
营业收入	12.41	51.23	54.34	45.63
净利润	0.71	3.46	4.14	3.71
经营活动现金流净额	5.10	1.40	1.59	1.91
净债务/EBITDA	-	4.66	3.51	3.23
EBITDA利息保障倍数	-	2.22	2.28	2.94
总债务/总资本	-	47.79%	45.72%	42.52%
FFO/净债务	-	4.02%	5.12%	8.04%
EBITDA利润率	-	19.25%	19.30%	16.50%
总资产回报率	-	5.35%	6.05%	5.12%
速动比率	-	1.57	1.41	1.33
现金短期债务比	-	0.64	0.63	0.86
销售毛利率	21.84%	23.94%	24.43%	23.07%
资产负债率	48.30%	51.49%	51.70%	52.86%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年6月25日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：孙剑
sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897



优势

- **公司业务较为多元化，煤炭业务经营保持稳定。**公司拥有贸易、煤炭、石灰石开采、生态农业等多项产业，并同时开展供热业务，经营较多元化；公司主业煤炭开采业务经营稳定，煤炭销售渠道通畅，产销率高，2023年公司自产煤炭的销售收入同比略有增长，截至2023年末，公司共有两个在产煤矿，可采储量2,946.26万吨。
- **2023年公司在产煤矿及托管煤矿产量均同比增长，石灰石开采业务步入正轨，持续贡献收入及利润。**煤炭开采业务方面，公司两个在产煤矿产量均同比增长，业务收入同比提升，盈利能力仍处于较高水平；煤矿托管业务方面，公司托管煤矿近年产量逐步达产，2023年托管收入及毛利率均提升，对公司收入及利润形成较好补充；石灰石开采与销售业务方面，2023年该业务步入正轨，石灰石加工线正式投入运营，业务收入同比明显增长，上述业务持续为公司贡献收入及利润。
- **邹城城资提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，邹城城资主体信用等级为AA+，其为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司目前煤炭产量和可采储量相对较低，且后备煤矿建设存在一定不确定性。**2021-2023年公司平均原煤产量135.57万吨，在行业内相对较小，截至2023年末，公司两个在产煤矿合计剩余可采储量相对不高，虽已通过购买及划拨获得一定煤炭资源储备，但由于公司对后备煤矿的探矿目前尚未有实质性进展，投资均暂缓，后续开发时间存在不确定性。
- **公司面临较大的债务压力。**截至2023年末，公司总债务规模仍较大，同时现金短期债务比仅为0.64，现金类资产对短期债务的保障程度一般，现金流/净债务指标水平较低，表现较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2024年3月末，公司对外担保余额15.10亿元，占当期末所有者权益的20.95%，被担保方主要为当地国企，但公司对外担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **公司面临一定安全生产及环保风险。**考虑到煤炭开采工作环境复杂，易发生火灾、瓦斯爆炸、坍塌等事故，公司煤炭业务仍面临一定安全生产风险；同时煤炭开采也存在土壤污染、水体污染等环境问题，面临一定环保压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司作为邹城市政府控制的区域性国有企业，近年煤炭业务经营稳定，预计业务持续性较好，有望持续贡献营业收入和经营现金流。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
煤炭企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强

	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					**aa**
外部特殊支持					0
主体信用等级					**AA**

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 宏河债/PR 宏河债	7.30	2.92	2023-6-7	2026-1-29

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年1月29日发行7年期7.30亿元本期债券，募集资金用于圣琪现代农业生物科技园项目和补充营运资金。截至2023年12月31日，募集资金专项账户余额为14.23万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未变更，截至2024年3月末，公司注册资本及实收资本仍为16.00亿元，控股股东仍为邹城城资，实际控制人仍为邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局）。

2023年公司纳入合并范围的一级子公司增加1家，邹城恒海建设装饰工程有限公司（以下简称“恒海建设”），减少2家，分别为山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司（以下简称“恒翔纸业”）、邹城市宏城置业有限公司（以下简称“宏城置业”）[1]；2024年1-3月公司纳入合并范围的一级子公司无变化，截至2024年3月末，公司合并范围内主要一级子公司情况见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中

[1] 截至本报告出具日，2023年划出公司合并范围的山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司、邹城市宏城置业有限公司工商信息尚未完成变更。

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

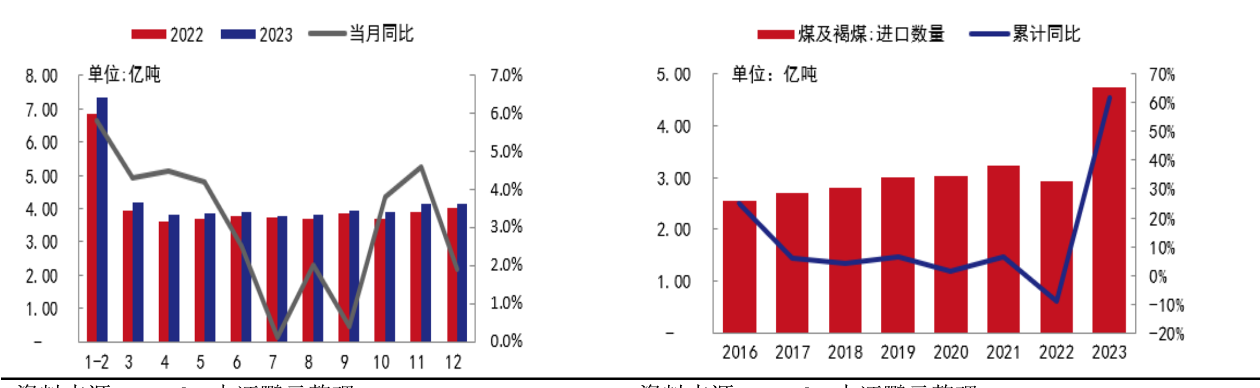
2023年国内煤炭保供与安监再平衡，受产地供给约束影响，2023年全国原煤产量增速有所放缓，但煤炭进口量超预期，预计2024年供给增量空间有限

保供压力逐步缓解，2023年以来煤炭行业安监力度加码。随着核增产能有效释放，2022年全国原煤日均产量基本维持在1,200万吨以上的历史高位水平，2023 年以来相关部门虽仍强调增产保供稳价，但保供压力逐步缓解。由于煤矿长期高强度生产，2023年国内煤矿安全事故频发，引发安全监管力度升级。2023年9月，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出严格矿山安全生产准入，“停止新建产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出、冲击地压、水文地质类型极复杂的煤矿”，严格审批矿山安全生产许可；同时对矿山企业主体，要求“主要负责人应当定期到生产现场督促检查安全生产工作，严禁下达超能力生产计划或者经营指标”。2024年2月国务院公布了《煤矿安全生产条例》，于5月1日起实施。受产地供给约束影响，2023年前三季度行业产能利用率波动回落，四季度进入旺季后有所回升。

受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。根据国家统计局数据，2023年全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%。具体来看，2023年1-2月，全国煤炭产量7.34亿吨，同比增加5.8%，其后上半年增速呈现缓慢下降趋势，7-9月煤矿事故频发导致安监趋严，煤炭产量增速大幅下降，但各

月同比增速仍为正值，四季度进入需求旺季后原煤产量增速有所回升。整体来看，原煤产量保持小幅增长，但增速较2022年的9%降幅明显。进口方面，进入2023年后，受益于在零关税政策续期、通关便利及外部环境改善，煤炭进口量大幅增长，进口增长叠加2022年低基数因素影响，2023年煤炭进口同比增长61.8%。

图1 2022年以来原煤产量有所放缓　　**图2 2023年煤炭进口量超预期**



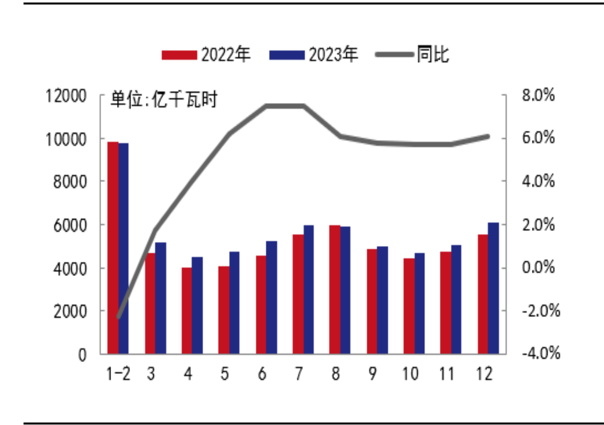
资料来源：Wind，中证鹏元整理　　资料来源：Wind，中证鹏元整理

预计2024年我国煤炭供应端增长空间有限。一方面，此前一轮保供政策下的核增产能已陆续释放，在煤炭供需结构持续改善至基本平衡的环境下，煤炭新增产能或将减少。存量产能利用方面，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，再加上安全事故影响下安监常态化，使产能利用率难以在高位长期保持。此外，2024年我国恢复煤炭进口关税，同时海外主要煤炭出口国产量、出口量国难以大幅增长，但印度等国需求较为旺盛；预计进口煤价格优势减弱，进口煤高增长难以为继。

2023年下游电煤需求仍具韧性，非电用煤需求整体有所企稳，预计2024年煤炭消费需求保持增长，中短期内煤炭锚定国内能源基本盘

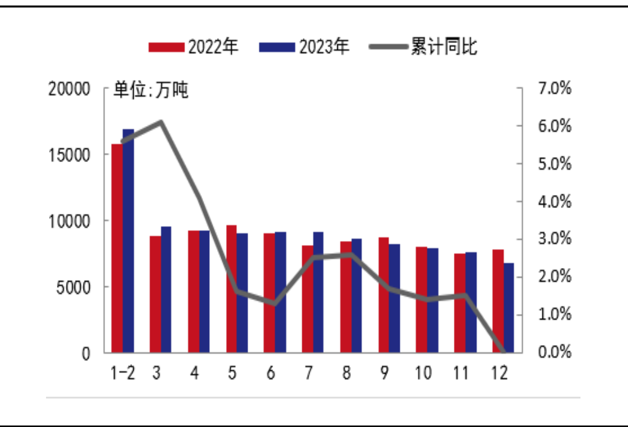
2023年火电产量保持增长，钢铁等非电耗煤需求有所企稳。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的80%左右，其中电煤消费占比超过50%。电力方面，2023年火电发电量为6.23万亿千瓦时，同比增长6.1%，与全社会用电量同期同比增速6.7%基本相当。钢铁方面，2023年我国累计粗钢产量为10.19亿吨，与上年度产量基本持平，在连续两年下降后企稳。一方面受2023年废钢供应短缺影响，高炉减产压力减轻；另一方面，2023 年需求结构改变，板材需求增长拉动高炉产品的需求。建材方面，2023年全国水泥产量20.23亿吨，同比下降0.7%，降幅较去年明显收窄。整体来看，2023年全年电煤需求整体较有韧性；非电用煤需求相较于2022年整体低迷的状态已有所企稳。

图3 2023年火电产量保持增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

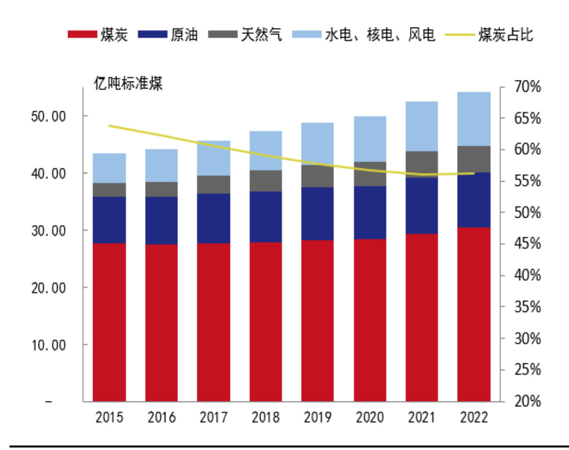
图4 2023年粗钢产量较上年基本持平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

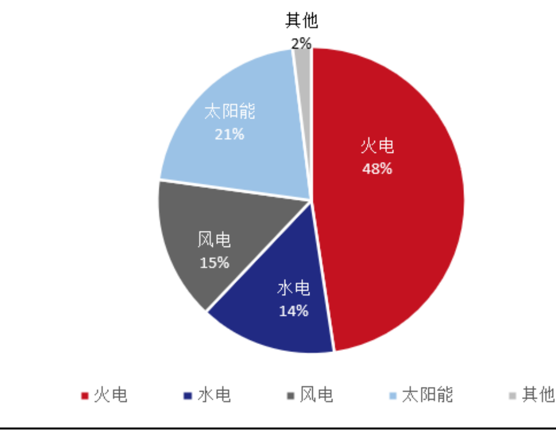
煤炭锚定国内能源基本盘，预计2024年煤炭消费保持增长。从电煤装机来看，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。截至2023年末，全国全口径发电装机容量为29.20亿kw，其中火电装机13.90亿kw，占比为48%，在电力结构中占据主导地位。近年来受保供形势影响，火电项目核准开工全面提速，2022年以来煤电项目密集上马。2023年国内新增火电装机容量约5,800万千瓦，同比增长4%。同时2023年国内火电电源基本建设投资完成额1,029亿元，同比增长15%，预计未来两年内将有一定规模煤电机组集中投产。在保障电力系统稳定安全的目标下，同时考虑到清洁能源的消纳问题，我们认为煤电的压舱石作用进一步凸显，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，2024年电煤需求仍将保持增长。炼焦煤方面，预计2024年粗钢产量在控产基调下将维持在高位水平，炼焦煤需求整体保持稳定。

图5 我国煤炭在一次能源消费的占比



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图6 我国电力装机结构仍以火电为主



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小；预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持相对高位运行

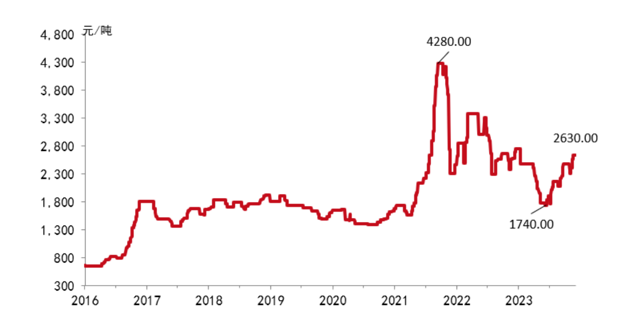
2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移。动力煤方面，2023年上半年，由于进口量增长较快、社会库存高企等因素，供需整体偏宽松，港口动力煤价格明显回落，4月下旬下降至764元/吨，其后在840元/吨以下小幅波动；三季度煤矿相关事故较多导致安监加强，短期供给走弱，同时进口煤量高位回落，叠加非电需求回暖，动力煤价波动回升，最高涨至1,035元/吨，进入四季度后随原煤产量恢复，价格逐步稳定至 930元/吨上下。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，2023年上半年受蒙古和俄罗斯炼焦煤进口增量冲击，国内焦煤价格出现显著下跌，下半年起受焦煤进口冲击大幅减弱、海外炼焦煤需求强劲以及山西煤矿安全事故供给扰动的支撑，炼焦煤价格大幅反弹。整体来看，全年价格呈先跌后涨，价格中枢较2022年有所下移。

图7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 京唐港山西产主焦煤价格先跌后涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2024年煤炭价格将继续维持相对高位。随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解；国内新建产能规模有限，中东部地区产能继续衰竭并退出；再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动；预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，煤炭价格将继续维持相对高位。长协煤方面，2023年11月，国家发改委发布了《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相较于2023年，方案将需求方范围缩小且签约量要求有所降低，预计2024年长协煤供应量将有所下降。2024年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体而言，2024年煤炭中长期合同价格仍维持稳定，预计市场煤供应或将提高。

五、经营与竞争

公司是邹城市政府控制的区域性国有企业，拥有贸易、煤炭、石灰石开采、生态农业等多项业务，经营较多元化；2023年主业煤炭开采业务收入微增、毛利率处于较高水平，对公司营业收入及盈利能

力有较大贡献

贸易收入、煤炭开采收入、煤矿托管收入是公司收入的最主要来源，2023年公司贸易收入有所下降；同期煤炭开采业务收入和煤矿托管收入分别为10.01亿元和4.74亿元，均持续提升。公司同时经营石灰石开采、生态农业、热力销售等业务，对公司收入形成补充，受贸易收入和房地产业务收入下降影响，公司2023年主营业务收入下滑。毛利率方面，公司毛利润主要由煤炭开采业务、煤矿托管业务和贸易业务贡献，2023年公司主营业务毛利率同比变化不大。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭贸易	26.49	52.80%	6.07%	31.30	58.54%	10.53%
煤炭采掘	10.01	19.95%	57.91%	9.57	17.90%	61.52%
煤矿托管	4.74	9.44%	39.03%	4.60	8.60%	38.94%
生态农业	1.71	3.41%	40.41%	1.79	3.36%	33.04%
房地产销售	0.87	1.73%	17.33%	2.53	4.73%	14.62%
热力销售	1.29	2.57%	10.50%	1.36	2.54%	11.22%
石灰石开采	3.43	6.84%	34.08%	1.00	1.88%	38.81%
其他	1.62	3.24%	28.01%	1.31	2.45%	33.61%
合计	**50.16**	**100.00%**	**23.64%**	**53.46**	**100.00%**	**24.17%**

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）煤炭开采

公司主业煤炭开采业务经营保持稳定，煤炭销售渠道通畅，产销率高，受吨煤成本上升等影响，2023年业务毛利率有所下降，但业务盈利状况仍较好；目前公司的原煤产量和可采储量相对不高，虽已通过购买及划拨获得一定煤炭资源储备，但后续开发时间有一定不确定性

跟踪期内，公司主要开采的仍是横河煤矿和红旗煤矿，主要开采煤种为气煤，具有低灰、低硫特点，可用作动力用煤、气化用煤和化工用煤等。截至2023年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为955.38万吨和1,990.88万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

表2 截至 2023 年末公司运营矿井情况（单位：万吨、万吨/年）

项目	可采储量	核定产能	所在区域	煤种
横河煤矿	955.38	78	山东省邹城市	气煤
红旗煤矿	1,990.88	未核定	山东省嘉祥县	气煤
合计	**2,946.26**	-	-	-

注：2022 年末横河煤矿可采储量 563.00 万吨，2023 年末可采储量同比增加，主要系横河煤矿 2023 年勘探出新储量。
资料来源：公司提供

从煤炭产销情况来看，2023年公司两个在产煤矿产量同比均有所上升，但公司的煤炭产量在行业内相对较小；公司煤炭销售渠道通畅，与大客户合作良好，产销率较高。

表3 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）

煤矿	2023 年			2022 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	77.10	71.64	92.92%	71.32	71.24	99.89%
红旗煤矿	69.12	70.88	102.55%	66.02	64.48	97.67%
合计	**146.22**	**142.52**	**97.47%**	**137.34**	**135.72**	**98.82%**

资料来源：公司提供

煤炭销售价格方面，由于公司地处山东省煤炭主产区，且周边钢铁、煤化工、电厂较多，煤炭需求量较大，煤炭价格较为透明，因此公司煤炭销售价格基本采用市场价，同时受益于引入网上拍卖等销售形式，销售渠道进一步多样化。受执行保供政策以及煤炭市场价格中枢有所下移影响，2023年公司煤炭均价同比有所下降；随着工资及员工福利等成本费用提升，近年公司煤炭开采业务成本持续上升。

表4 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）

项目	2023 年	2022 年
平均销售价格	702.27	705.29
吨煤成本合计	296.31	271.41
毛利率	57.81%	61.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

煤炭销售方面，公司煤炭通过子公司山东恒屹工贸有限公司（以下简称“恒屹工贸”）的运输系统和销售网络统一出售或自行对外销售。结算方式来看，公司以现款现货结算为主，但为保持销售市场份额，对部分电厂客户仍采取赊销模式，给予一定的信用期。公司结算方式包括银行转账及银行承兑汇票。

公司现有客户主要为山东地区电厂及周边地区煤化工企业。近年煤炭市场行情较好，公司优先销售给收购价格相对较高的煤炭贸易商。2022-2023年公司前五大客户销售占比分别为39.76%和39.87%，占比变化不大。

表5 公司煤炭开采业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占煤炭开采业务销售比重
2023 年	新泰市联泰物资有限公司	7,365.12	7.36%
	山东华刚恒业能源集团股份有限公司	6,088.90	6.08%
	国家电投集团协鑫滨海发电有限公司	9,948.39	9.94%
	江西益汇贸易有限公司	8,318.00	8.31%
	南京硕成贸易有限公司	8,182.33	8.185
	合计	**39,902.74**	**39.87%**
2022 年	山东华刚恒业能源集团有限公司	8,626.23	9.01%
	邹城市万汇聚丰商贸有限公司	8,225.42	8.59%
	山东汶达新能源有限公司	7,985.38	8.34%
	邹城市瑞和祥工贸有限公司	7,751.58	8.10%

山东东东能源有限公司	5,470.86	5.72%
合计	**38,059.47**	**39.76%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

安全生产方面，公司近年未发生重大安全事故，但考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司煤炭业务仍面临较大生产风险。同时我们也关注到，2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移，预计2024年煤炭价格将继续维持高位，但煤炭价格影响因素众多，未来若煤炭价格大幅波动，将对公司盈利造成一定的不利影响。

公司后备煤炭资源主要为以1.5亿元购买的德州潘店煤田（以下简称“潘店煤田”）和通过资产划拨方式取得的山东兖州小孟煤田（以下简称“小孟煤田”），公司已取得上述两煤矿的探矿权。目前潘店煤田和小孟煤田尚处于探矿阶段。上述两个煤矿计划总投资11.50亿元，2023年项目未新增投入，未来尚需投入9.11亿元，公司拟引入合作方共同开发以上项目，公司以探矿权进行出资，未来若合作方接洽不畅，公司自行开发，则将对公司造成一定资金压力。由于公司对上述煤矿的探矿目前尚未有实质性进展，投资均暂缓，后续开发时间存在不确定性。

表6 截至2023年末公司在建煤矿情况（单位：万元、万吨）

矿区名称	计划总投资额	已投资额	尚需投资	可采储量
潘店煤田	60,000.00	16,000.00	44,000.00	4,636.00
小孟煤田	55,000.00	7,930.00	47,070.00	7,429.00
合计	**115,000.00**	**23,930.00**	**91,070.00**	**12,065.00**

注：公司正在办理潘店煤矿探矿权证的续期工作。
资料来源：公司提供

（二）贸易业务

公司贸易业务经营模式简单，以煤炭贸易为主，有一定渠道优势，2023年业务收入及毛利率水平均同比下降

除煤炭开采外，公司通过恒屹工贸开展煤炭及其他产品的贸易业务。从品种构成来看，以煤炭贸易为主，近年煤炭贸易占比均在60%以上，且占比上升。

表7 公司贸易业务各品种收入构成情况（单位：万元）

品种	2023年		2022年	
	金额	金额	金额	占比
煤炭	189,230.36	71.44%	220,602.29	63.56%
其他	75,650.63	28.56%	92,397.55	36.44%
合计	**264,880.99**	**100.00%**	**312,999.84**	**100.00%**

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易主要模式为通过自身平台为中小煤炭贸易商提供采购服务，向周边煤炭运销公司等大批量采购煤炭。同时，公司凭借与电力企业的良好关系，以煤炭贸易方式为中小煤炭贸易企业提供向电

力企业供货的渠道。公司煤炭贸易业务经营模式简单，主要采用“以销定采”方式，根据下游客户需求进行代理采购，从中赚取差价，议价地位相对较低；由于公司煤炭贸易与自有业务销售煤种不同，因此销售均价有所不同，2023年公司煤炭贸易业务销售均价下滑，当年业务毛利率同比下降。结算方面，公司一般要求实行先付款后发货，但为保持销售市场份额，与公司自产煤炭销售类似，也对部分长期合作客户给予一定的信用期，一般在1-3个月。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。

表8 公司煤炭贸易销售情况

项目	2023 年	2022 年
销量（万吨）	259.19	239.22
销售均价（元/吨）	730.09	922.17
采购均价（元/吨）	701.71	863.62

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易客户方面，2022-2023年公司前五大客户销售金额占比分别为39.55%和43.03%。

表9 公司煤炭贸易前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	金额占贸易业务销售比重
2023 年	府谷县亚博兰炭镁电有限公司	24,182.20	9.13%
	新泰市永兴工贸有限公司	23,348.48	8.81%
	华能济宁运河发电有限公司	22,650.57	8.55%
	华能嘉祥发电有限公司	22,112.99	8.35%
	旭阳营销有限公司	21,694.48	8.19%
	合计	**113,988.72**	**43.03%**
2022 年	华能嘉祥发电有限公司	31,127.28	9.94%
	山东济矿民生热能有限公司	30,931.30	9.90%
	兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	26,216.47	8.38%
	山东鲁泰供应链物流有限公司	23,961.23	7.65%
	山东中垠国际贸易有限公司	11,528.63	3.68%
	合计	**123,764.91**	**39.55%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022-2023年公司分别实现贸易收入31.30亿元和26.49亿元，受销售均价下降影响规模缩减；除煤炭外，公司还开展了建筑材料、物资材料和机电设备的贸易，模式主要是为下游的发电厂及化工厂等客户按需购进上述材料和设备等，根据市场行情定价销售给客户，客户方面优先选择经营状况稳定、信誉较好的大型客户，公司一般给予其1-3个月账期。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。

（三）煤矿托管

公司凭借自身生产管理经验，自2020年开展煤矿托管业务，近年煤炭行情较好，托管煤矿逐步达产，该业务对公司营业收入及利润形成较好补充

公司自2020年开展煤矿托管业务，主要由子公司鄂尔多斯市宏河能源科技有限公司（以下简称“宏

河能源”）负责，托管内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司（以下简称“鑫泰煤炭”）文玉煤矿，文玉煤矿矿区面积9.359平方公里，核定生产规模为120万吨/年，产出煤种为动力煤。根据2019年10月签订的《煤矿经营托管合同》，托管期限为自合同签订之日起六年，具体托管范围包括：文玉煤矿安全生产组织机构建设，人员培训；文玉煤矿井下矿建工程、设备安装、煤炭开采等一切符合国家和行业标准的建设、生产、安全、环保活动的组织、实施与管理；文玉煤矿V煤层大巷开拓和采掘生产；矿井建设、生产期间的技术方案优化与技术管理；煤矿井下及地面主要生产系统的安全生产管理、安全制度建设；文玉煤矿产出商品煤的销售。根据托管合同，文玉煤矿从商品煤销售回款中留存鑫泰煤炭相应收益（包括固定收益和变动收益），扣除经双方确认的托管期间应由文玉煤矿承担的相关税费、政府规费、采矿权使用费、罚款等支出后的金额作为托管费用，由文玉煤矿按月向公司支付相关款项，截至2023年末，公司应收账款中应收托管费2.67亿元，公司托管费回收存在一定时滞。

近年煤炭市场行情较好，公司托管的文玉煤矿产量逐步达产，煤炭托管业务对公司营业收入及利润形成较好补充。

表10 托管煤矿运营情况（单位：万吨）

项目	2023年	2022年
产量	120.46	103.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）石灰石业务

公司石灰石业务2023年步入正轨，加工线正式投入运营，当年石灰石业务收入同比明显增长，业务盈利能力较好

公司石灰石开采与销售业务主要由子公司山东宏河百利矿业有限公司（以下简称“百利矿业”）经营，百利矿业凫山灰岩矿位于邹城市石墙镇和峄山镇交界处凫山，矿区勘查面积为3.51平方公里，划定矿区范围0.7847平方公里，矿山服务年限38.98年。百利矿业于2019年12月成立全资子公司邹城宏河百利新型建材有限公司负责对矿山开采原石进行加工破碎，该加工线位于峄山镇苗庄村南首，2023年3月正式投入运营，以石灰石、花岗岩、鹅卵石、矿山废弃尾矿等为主要原料，主要产品为石子、机制砂、石灰石钙粉，下游客户主要为山东省内的建材公司和贸易公司。

2023年公司实现石灰石开采业务收入3.43亿元，毛利率为34.08%，2022年该业务试运营，2023年该业务步入正轨，加工线正式运营，收入规模同比明显增长，毛利率亦处于较高水平。

表11 截至 2023 年末公司运营石灰石矿情况（单位：万吨、万吨/年）

项目	可采储量	核定产能	所在区域	品种
凫山灰岩矿	9,356.43	240	山东邹城	石灰石矿石

（五）其他业务

公司负责房地产业务的子公司已划出，2023年业务收入同比减少，未来暂无开展相关业务的计划；同时需关注公司生态农业业务在建项目面临的减值风险

2023年公司房地产开发业务实现收入0.87亿元，均来自子公司宏城置业的生态新城项目，规模同比减少，主要系当年负责房地产开发业务的子公司宏城置业划出公司合并范围，同时考虑到房地产市场行情，公司未来暂无开展相关业务的计划。

公司生态农业业务由子公司山东圣琪生物有限公司（以下简称“圣琪生物”）运营，圣琪生物主要利用微生物发酵等方式生产酵母、调味粉以及饲料等产品。圣琪生物的甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目（圣琪一期项目）于2014年建成投产。该业务原材料主要为甘蔗糖蜜、甘薯等，公司采购甘薯一般与农户以现款结算，采购甘蔗糖蜜一般与供应商以现款结算；销售结算方面，对于长期合作的重点客户，公司一般给予30天至45天的账期，对于其他中小客户，公司一般采用现款结算或预收账款的方式结算。

圣琪生物在2021年进行酵母及酵母抽提物相关资产组转让之后，保留非酵母类产品生产线（主要是红薯淀粉及其深加工），2023年公司该业务收入为1.71亿元，同比继续下降。

在建项目方面，2023年公司在建的圣琪二期项目未新增投入，未来视情况开展后续投入，考虑到公司未来该项业务的不确定性，该项目面临较大的减值风险。

表12 截至 2023 年末圣琪生物在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目位置	预计总投资	已投资
圣琪现代农业生物科技园二期项目	邹城工业园区	102,000.00	52,900.00

注：上表项目为“19宏河债/PR宏河债”募投项目。

资料来源：公司提供

热力销售方面，2019年邹城市国资局将所持有的邹城恒益热力有限公司（以下简称“恒益热力”）100%股权无偿划转至公司，恒益热力主要负责邹城市内居民小区的供热业务，2023年公司实现热力销售收入1.29亿元，毛利率为10.50%。

六、财务分析

财务分析基础说明

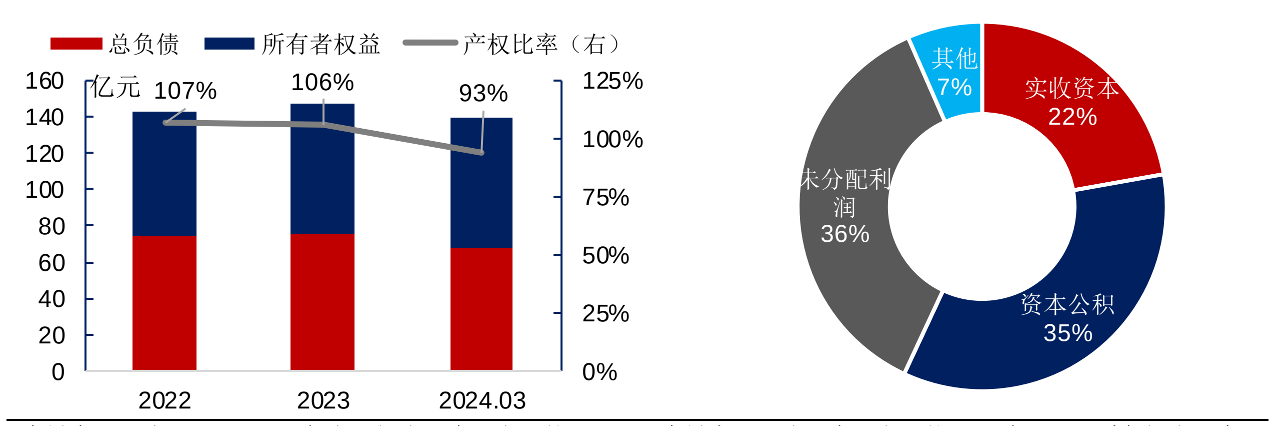
以下分析基于公司提供的经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司纳入合并范围的一级子公司增加1家，恒海建设，减少2家，分别为恒翔纸业、宏城置业；2024年1-3月公司纳入合并范围的一级子公司无变化。

资本实力与资产质量

受益于利润累积，公司所有者权益小幅增长，产权比率有所下降；公司资产中应收款项和存货占用资金较多，且受限资产仍有一定规模，整体资产流动性一般

随着债务的到期偿还，跟踪期内公司负债规模总体呈下降趋势；从所有者权益构成来看，2024年3月末公司所有者权益仍以未分配利润和资本公积为主，跟踪期内受划出子公司恒翔纸业、宏城置业影响，公司资本公积下降，但得益于利润的积累，同期公司所有者权益规模小幅增长，综合导致公司产权比率有所下降，2024年3月末公司产权比率为93.44%。

图9 公司资本结构 **图10 2024年3月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模总体呈下降趋势，截至2024年3月末，公司资产规模139.39亿元，流动资产占比持续下降，2024年3月末占比为48.07%。

公司资产以货币资金、应收款项、固定资产和无形资产为主要构成，2023年末公司货币资金18.95亿元，其中11.59亿元作为银行银行承兑汇票保证金等和定期存单等，使用受限；公司应收账款主要为应收托管费和煤炭销售款，构成较为分散，2023年末累计计提坏账准备0.56亿元；其他应收款则主要为应收往来款，往来对象包括控股股东邹城城资、山东鲁发控股有限公司、山东鲁发智慧物流有限责任公司和邹城市择邻山庄有限公司等，虽然往来对象以邹城市当地国企为主，但规模较大，对公司形成较大的资金占用；受公司收回部分单位款项影响，跟踪期内其他应收款规模持续下降。2023年末公司固定资产主要系生产用机械、机器设备和房屋建筑物；无形资产主要系横河煤矿及红旗煤矿采矿权、小孟煤田及潘店煤田探矿权和土地使用权，期末2.69亿元因抵押受限。

2023年末公司预付款项主要为预付工程款等，预付对象主要系工程未达到结算条件而尚未与其结算的施工企业；公司存货主要为煤炭业务的库存商品，因当期负责房地产开发业务的子公司划出，存货规模同比减少；公司在建工程主要系鲁南电商产业园项目、恒益热力的管网在建工程和鄂尔多斯矿井工程

等，规模随项目持续投入而增长。

截至2023年末，公司资产中包括货币资金、无形资产和其他权益工具投资在内的受限资产合计14.39亿元。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.55	10.44%	18.95	12.86%	21.93	15.36%
应收账款	9.12	6.54%	8.68	5.89%	7.88	5.52%
预付款项	12.74	9.14%	11.54	7.84%	11.66	8.17%
其他应收款	21.06	15.11%	26.10	17.72%	29.02	20.33%
存货	7.58	5.44%	7.22	4.90%	9.39	6.58%
流动资产合计	**67.00**	**48.07%**	**74.48**	**50.57%**	**81.88**	**57.35%**
固定资产	23.47	16.83%	23.64	16.05%	22.08	15.47%
在建工程	11.77	8.44%	11.89	8.07%	5.19	3.64%
无形资产	30.97	22.22%	31.08	21.10%	31.44	22.02%
非流动资产合计	**72.39**	**51.93%**	**72.81**	**49.43%**	**60.89**	**42.65%**
资产总计	**139.39**	**100.00%**	**147.28**	**100.00%**	**142.76**	**100.00%**

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

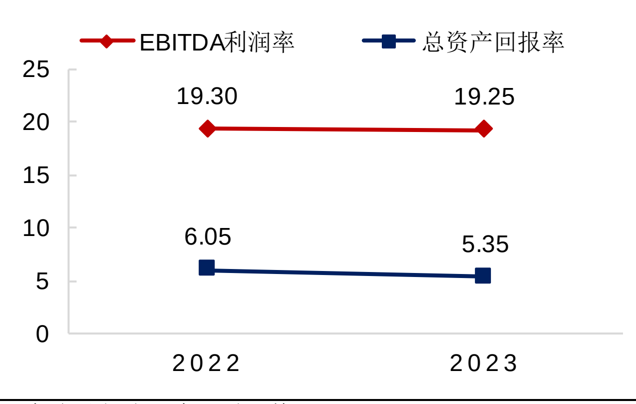
盈利能力

2023年受贸易业务收入下降及划出房地产业务影响，公司营业收入下滑，同期收入占比较高的煤炭开采等业务保持了较高的盈利能力，公司销售毛利率整体变化不大

公司拥有贸易、煤炭、石灰石矿开采、生态农业等多项产业，业务较为多元化，其中煤炭开采、贸易业务和托管业务收入是公司收入的最主要来源，2023年公司贸易业务销售均价下降，贸易收入规模缩减，同期煤炭开采业务收入和煤矿托管收入同比提升，公司整体营业收入下滑；同期收入占比较高的煤炭贸煤炭开采业务、煤矿托管业务等保持了较高的盈利能力，2023年公司销售毛利率整体变化不大。

期间费用方面，公司期间费用率同比微增，同时受收入下降及计提信用减值损失影响，2023年公司营业利润同比下降，同期公司EBITDA利润率和总资产回报率整体变动不大。

图11公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

近年公司经营现金流及FFO持续为正，但现金流/净债务、现金短期债务比等指标均表现较弱，且总债务规模仍较大，备用流动性较小，面临较大债务压力

公司总债务主要为短期借款、应付票据、长期借款、应付债券和长期应付款，截至2024年3月末，公司总债务57.87亿元，跟踪期内短期债务占比持续下降。2023年末公司短期借款包括抵押借款、信用借款以及质押借款等，应付票据主要为银行承兑汇票；公司长期借款主要为保证借款，规模同比增长；公司应付债券为"19宏河债/PR宏河债"、"22宏河01"、"22宏河02"、"22宏河集团PPN001"，2023年公司新发行"23宏河债"、"23宏河01"、"23宏河集团PPN001"，2024年1-5月公司新发行"24宏河控股MTN003"、"24宏河控股MTN002A"、"24宏河控股MTN002B"和"24宏河控股MTN003"，跟踪期内公司新发行债券较多，应付债券规模持续增长，且2024年债券发行票面利率明显下降。

经营性负债方面，2023年末公司应付账款主要为应付货款和设备款，其他应付款主要为应付往来款项等，应付款项规模减少主要系公司加大支付款项所致；公司合同负债主要为预收货款等。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.15	18.04%	15.21	20.06%	15.78	21.37%
应付票据	5.45	8.09%	5.13	6.76%	8.60	11.65%
应付账款	4.04	5.99%	4.52	5.96%	6.08	8.23%
合同负债	2.23	3.32%	2.47	3.25%	3.08	4.17%
其他应付款	1.28	1.90%	1.62	2.13%	4.62	6.26%
一年内到期的非流动负债	4.24	6.29%	12.22	16.12%	11.43	15.49%
流动负债合计	**31.15**	**46.26%**	**42.86**	**56.52%**	**51.38**	**69.60%**
长期借款	4.97	7.39%	2.71	3.57%	1.00	1.35%

应付债券	30.45	45.22%	29.82	39.32%	19.75	26.76%
长期应付款	0.70	1.03%	0.38	0.51%	1.61	2.18%
非流动负债合计	**36.18**	**53.74%**	**32.97**	**43.48%**	**22.44**	**30.40%**
负债合计	**67.33**	**100.00%**	**75.83**	**100.00%**	**73.81**	**100.00%**
总债务合计	57.87	85.94%	65.39	86.23%	58.09	78.70%
其中：短期债务	21.83	32.42%	32.57	42.95%	35.81	48.51%
长期债务	36.04	53.52%	32.83	43.29%	22.28	30.18%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司主营业务收现情况尚可，经营现金流净额持续为正。投资活动方面，2023年公司新增对新疆天蒙汇泽煤业开发有限公司等的投资，且持续进行固定资产投资等，当年投资活动现金流仍呈大规模净流出。筹资活动方面，近年公司筹资活动现金流入及流出规模均较大，受当年发行债券获得现金流入较多影响，筹资活动现金流仍呈净流入。

从杠杆状况指标来看，2024年3月末公司资产负债率为48.30%，整体有所下降。2023年公司债务规模增长，净债务/EBITDA有所上升。近年公司现金流/净债务指标水平较低，表现较弱。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	5.10	1.40	1.59
FFO（亿元）	-	1.85	1.89
资产负债率	48.30%	51.49%	51.70%
净债务/EBITDA	-	4.66	3.51
EBITDA 利息保障倍数	-	2.22	2.28
总债务/总资本	-	47.79%	45.72%
FFO/净债务	-	4.02%	5.12%
经营活动现金流/净债务	-	3.04%	4.33%
自由现金流/净债务	-	-13.41%	-14.24%

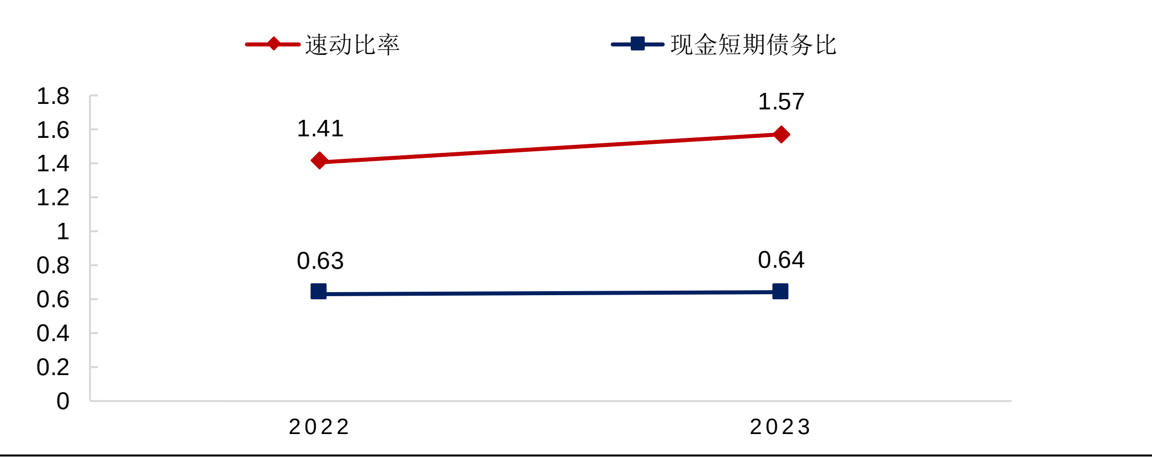
注：公司 2022-2023 年自由现金流为负。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，由于公司流动负债规模减少，2023年公司速动比率提升。现金短期债务比方面，2023年末仅为0.64，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

截至2024年3月末，公司授信总额度24.18亿元，其中未使用额度1.28亿元，规模较小。公司主营业务收现情况尚可，且作为邹城市政府控制的区域性国有企业，公司在必要时可获得当地政府的支持，同时公司账面采矿权等无形资产规模较大，未来仍可通过抵押或资产变现获得一定的流动性资源。

图12公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

根据公开查询，2023 年 5 月 25 日至 2024 年 5 月 24 日，公司因涉嫌违反法律法规被济宁市能源局采取行政监管措施，处理结果为责令限期改正；子公司宏河控股集团嘉祥红旗煤矿有限公司因违反法律法规被济宁市能源局采取行政监管措施，处罚结果为责令限期改正、责令停止设备使用。同时考虑到煤炭开采工作环境复杂，易发生火灾、瓦斯爆炸、坍塌等事故，公司煤炭业务仍面临一定安全生产风险；同时煤炭开采也面临土壤污染、水体污染等环境问题，存在一定环保压力。

公司治理

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的子公司恒屹工贸企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月15日），恒屹工贸本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据公司提供的子公司宏河能源企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月3日），宏河能源本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

（三）或有事项分析

截至2024年3月末，公司对外担保余额15.10亿元，占当期末所有者权益的20.95%，被担保方主要为当地国企，但公司对外担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
山东正方控股集团有限公司	21,900.00	2021/08/30-2033/08/25	否
山东正方控股集团有限公司	3,600.00	2023/12/22-2024/12/21	否
山东正方控股集团有限公司	1,300.00	2024/01/18-2025/01/17	否
邹城市市政工程公司	3,910.00	2023/02/07-2026/02/06	否
邹城市市政工程公司	800.00	2023/09/27-2024/09/26	否
邹城市市政工程公司	1,730.00	2024/03/27-2025/03/28	否
山东正方智能机器人产业发展有限公司	4,250.00	2023/02/27-2026/02/22	否
邹城市龙腾实业发展有限公司	7,680.00	2023/02/07-2026/02/05	否
山东省微山湖矿业集团有限公司	4,490.00	2023/11/08-2024/11/07	否
山东省微山湖矿业集团有限公司	500.00	2023/05/09-2024/05/08	否
山东省微山湖矿业集团有限公司	2,000.00	2023/12/14-2024/06/14	否
微山崔庄煤矿有限责任公司	15,500.00	2023/05/15-2024/05/11	否
微山崔庄煤矿有限责任公司	9,500.00	2023/05/16-2024/05/11	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	19,300.00	2022/10/26-2035/09/26	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	4,568.20	2023/01/03-2025/01/10	否
山东至澄农业发展集团有限公司	50,000.00	2024/01/21-2024/05/20	否
合计	**151,028.20**	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、债券偿还保障分析

邹城城资为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了其安全性

根据公司控股股东邹城城资出具的担保函，承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证

担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

截至2024年3月末，邹城城资注册资本13.00亿元，实收资本10.60亿元，邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局）持有其100%的股权。邹城城资主要从事邹城市基础设施建设以及国有资产经营等业务，具体来看，邹城城资收入主要来源于煤炭及其他采矿、市政工程建设、其他经营类业务及公共事业等板块。2022-2023年邹城城资主营业务收入分别为86.43亿元、87.59亿元，保持增长，其中包含自营煤炭销售、煤贸销售、采掘劳务、铅银矿开采与销售、石灰石开采销售在内的煤炭及其他采矿板块收入分别为47.50亿元、52.16亿元，在其主营业务中占比最高，对主营业务贡献较大；包含基础设施建设收入、工程收入在内的市政板块收入亦有一定规模；公共事业板块包括电力和热气销售等业务，规模较小且带有一定公益性，对收入形成一定补充。

毛利率方面，2022-2023 年邹城城资主营业务毛利率分别为 24.63%、21.87%，受占比较高的煤炭及其他采矿板块和市政板块毛利率下降影响，有所下降。

表17 邹城城资主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

板块	项目	2023 年			2022 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭及其他采矿板块	自营煤炭销售	10.01	11.43%	57.91%	9.57	11.07%	61.52%
	煤贸销售	32.96	37.63%	4.91%	31.30	36.21%	10.52%
	采掘劳务	4.74	5.41%	39.03%	4.60	5.32%	38.94%
	铅银矿开采与销售	1.02	1.17%	26.52%	1.03	1.19%	29.75%
	石灰石开采销售	3.43	3.92%	34.08%	1.00	1.16%	38.81%
	小计	**52.16**	**59.55%**	**20.52%**	**47.50**	**54.95%**	**24.56%**
市政板块	基础设施建设收入	20.02	22.86%	18.75%	20.04	23.18%	20.20%
	工程收入	5.32	6.07%	31.45%	7.24	8.38%	37.28%
	小计	**25.34**	**28.92%**	**21.41%**	**27.28**	**31.56%**	**24.73%**
其他经营板块	房地产销售	0.87	0.99%	17.33%	2.53	2.92%	14.62%
	酵母系列产品销售	1.71	1.95%	40.41%	1.79	2.08%	33.04%
	租赁	2.03	2.31%	72.02%	1.05	1.22%	74.64%
	酒店管理	0.22	0.26%	55.44%	0.17	0.20%	57.59%
	有色金属贸易	2.24	2.56%	0.06%	2.12	2.45%	0.00%
	公园及景区运营管理	0.02	0.03%	5.39%	0.93	1.07%	36.68%
	农产品贸易	0.18	0.20%	0.01%	0.00	0.00%	-
	小计	**7.27**	**8.30%**	**33.41%**	**8.59**	**9.94%**	**25.44%**
公共事业板块	电力和热气销售	1.29	1.47%	10.50%	1.36	1.57%	11.22%
	煤气及天然气销售	0.00	0.00%	-	0.43	0.50%	0.00%
	小计	**1.29**	**1.47%**	**10.50%**	**1.79**	**2.07%**	**8.51%**
其他	其他	1.53	1.75%	29.93%	1.27	1.47%	42.28%



合计	87.59	100.00%	21.87%	86.43	100.00%	24.63%

资料来源：邹城城资 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2024年3月末，邹城城资资产总额为532.03亿元，所有者权益合计172.18亿元，资产负债率为67.64%，资产规模较大，实力较强。

表18 邹城城资主要财务指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022
总资产	532.03	520.67	554.92
所有者权益	172.18	172.30	215.70
资产负债率	67.64%	66.91%	61.13%
营业收入	23.41	88.82	87.48
其他收益	0.00	0.10	0.02
利润总额	0.22	3.58	5.54
销售毛利率	16.21%	22.20%	24.85%
经营活动现金流净额	14.00	7.64	9.22

资料来源：邹城城资2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元评定，邹城城资主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、结论

公司是邹城市政府控制的区域性国有企业，虽然目前煤炭产量和可采储量相对较低，后备煤矿建设存在一定不确定性，且公司总债务规模较大，面临较大债务压力，对外担保存在一定或有负债风险，同时公司所处行业亦面临一定安全生产及环保风险。但2023年公司煤炭板块经营保持稳定，在产煤矿及托管煤矿产量均同比增长，石灰石开采业务步入正轨，上述业务持续贡献收入及利润；公司多元化经营，拥有贸易、煤炭、石灰石开采、生态农业等多项产业，可在一定程度上分散公司的经营风险；且公司拥有一定的煤炭资源储备，预计业务持续性较好。总体来看，公司抗风险能力较强。此外，邹城城资提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

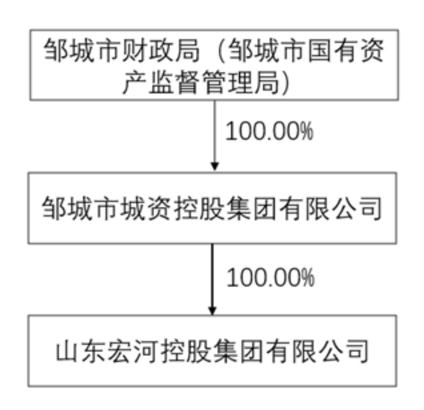
财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	14.55	18.95	21.93	23.14
应收票据	1.64	1.70	0.00	0.00
应收账款	9.12	8.68	7.88	8.49
应收款项融资	0.07	0.05	0.65	1.32
预付款项	12.74	11.54	11.66	9.82
其他应收款	21.06	26.10	29.02	26.15
存货	7.58	7.22	9.39	11.68
其他流动资产	0.25	0.25	1.34	1.34
流动资产合计	67.00	74.48	81.88	81.94
其他权益工具投资	1.95	1.95	1.11	1.20
长期股权投资	3.48	3.48	0.36	0.37
固定资产	23.47	23.64	22.08	19.19
在建工程	11.77	11.89	5.19	6.32
无形资产	30.97	31.08	31.44	26.93
非流动资产合计	72.39	72.81	60.89	54.57
资产总计	139.39	147.28	142.76	136.51
短期借款	12.15	15.21	15.78	14.38
应付票据	5.45	5.13	8.60	9.04
应付账款	4.04	4.52	6.08	5.65
合同负债	2.23	2.47	3.08	5.65
应交税费	0.92	1.01	1.04	0.83
其他应付款	1.28	1.62	4.62	11.49
一年内到期的非流动负债	4.24	12.22	11.43	5.13
流动负债合计	31.15	42.86	51.38	53.00
长期借款	4.97	2.71	1.00	1.50
应付债券	30.45	29.82	19.75	15.33
非流动负债合计	36.18	32.97	22.44	19.16
负债合计	67.33	75.83	73.81	72.16
总债务	57.87	65.39	58.09	47.60
所有者权益	72.06	71.45	68.95	64.35
营业收入	12.41	51.23	54.34	45.63
营业利润	0.98	4.66	5.89	5.01
净利润	0.71	3.46	4.14	3.71
经营活动产生的现金流量净额	5.10	1.40	1.59	1.91
投资活动产生的现金流量净额	-0.11	-11.78	-6.59	1.49
筹资活动产生的现金流量净额	-3.99	5.03	5.41	-6.98



财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
EBITDA（亿元）	-	9.86	10.49	7.53
FFO（亿元）	-	1.85	1.89	1.96
净债务（亿元）	-	45.98	36.86	24.31
销售毛利率	21.84%	23.94%	24.43%	23.07%
EBITDA 利润率	-	19.25%	19.30%	16.50%
总资产回报率	-	5.35%	6.05%	5.12%
资产负债率	48.30%	51.49%	51.70%	52.86%
净债务/EBITDA	-	4.66	3.51	3.23
EBITDA 利息保障倍数	-	2.22	2.28	2.94
总债务/总资本	-	47.79%	45.72%	42.52%
FFO/净债务	-	4.02%	5.12%	8.04%
经营活动现金流/净债务	-	3.04%	4.33%	7.84%
自由现金流/净债务	-	-13.41%	-14.24%	0.76%
速动比率	-	1.57	1.41	1.33
现金短期债务比	-	0.64	0.63	0.86

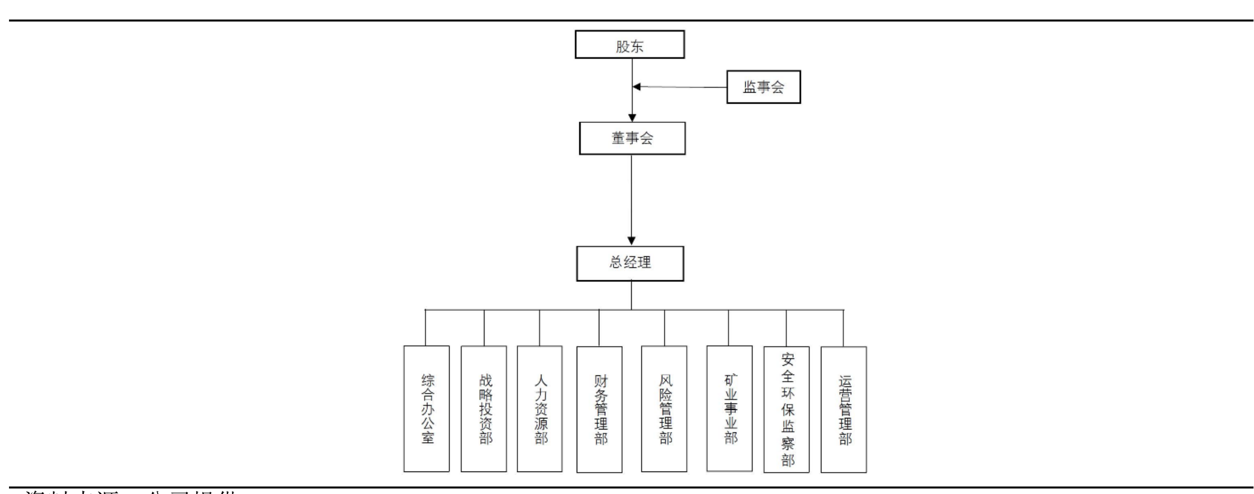
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末公司合并报表范围主要一级子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	邹城宏矿热电有限公司	3,000.00	49.00
2	山东恒屹工贸有限公司	7,000.00	71.43
3	山东宏河控股集团嘉祥红旗煤矿有限公司	2,000.00	100.00
4	新疆宏源丰矿业有限责任公司	500.00	100.00
5	山东宏巨机械制造有限公司	300.00	100.00
6	山东圣琪生物有限公司	18,810.00	84.05
7	邹城恒益热力有限公司	9,000.00	100.00
8	邹城盐业有限公司	300.00	100.00
9	鄂尔多斯市宏河能源科技有限公司	10,000.00	100.00
10	邹城宏恒物业服务有限公司	500.00	100.00
11	山东宏之晟供应链管理有限公司	5,000.00	49.00
12	山东同力设备租赁有限公司	1,000.00	100.00
13	山东宏河百利矿业有限公司	8,321.98	49.00
14	邹城恒海建设装饰工程有限公司	4,000.00	100.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。